

Les entreprises européennes se ruent sur le marché high yield

En dépit d'une économie européenne atone et de risques macroéconomiques persistants, de nombreuses entreprises européennes parviennent à accéder au marché du high yield dans de bonnes conditions. Thomas Margenet-Baudry, associé de Latham & Watkins, analyse pour Option Droit & Affaires la situation de ce marché.



Thomas Margenet-Baudry, associé, Latham & Watkins

Comment percevez-vous le marché du high yield ces derniers mois ?

Le marché européen du high yield connaît une phase très active depuis l'automne 2012. Les investisseurs high yield historiques semblent avoir augmenté leur force de frappe en termes de liquidités, de nouveaux acteurs commençant à s'intéresser à cette classe d'actifs notamment en raison du manque d'attractivité des autres actifs disponibles. Cette forte demande rencontre une offre abondante d'émetteurs à la recherche de financements flexibles, ce qu'offre le produit high yield. Il y a donc beaucoup d'opérations.

Comment expliquez-vous cet appétit des émetteurs pour ce marché ?

Ce phénomène s'explique d'abord par le fait que beaucoup de financements en place arrivent progressivement à maturité, notamment dans le monde du LBO. Le refinancement est donc une nécessité. Les financements purement bancaires étant plus difficilement accessibles pour les opérations de taille importante, il est nécessaire de se tourner vers des sources alternatives. Cette situation contribue à accélérer le phénomène de désintermédiation qui s'opère depuis trois ans en Europe. Par ailleurs, le produit high yield présente une flexibilité opérationnelle et financière importante pour les émetteurs, notamment dans les cas où la croissance externe est un élément important de la stratégie de développement.

Doit-on craindre un retour de la volatilité sur ce marché à court terme ?

Depuis le retour de ce produit en 2009, le marché connaît des fenêtres très actives et des périodes de calme absolu. Il existe notamment une sensibilité importante aux éléments macroéconomiques et les investisseurs peuvent couper les vivres soudainement, comme nous l'avons vécu pendant l'été et l'automne 2011. Toutefois, la fenêtre que nous traversons actuellement résiste aux craintes macroéconomiques successives, depuis les problèmes budgétaires américains, la crise chypriote, en passant par les blocages

politiques italiens. Les investisseurs semblent se concentrer sur une analyse actif par actif, et sont prêts à investir à des conditions attractives malgré les difficultés microéconomiques et les incertitudes macroéconomiques.

Observez-vous des évolutions juridiques sur le marché du high yield ?

Dans le monde du LBO, auquel le produit high yield est particulièrement adapté, nous assistons au développement en France de structures associant une émission obligataire (dites senior secured) et un crédit revolving (dit super senior), partageant les mêmes sûretés et garanties. Dans ce type de structure, la dette obligataire représente la plus grosse partie de l'endettement, le crédit revolving, de taille réduite (dans un rapport généralement de 1 à 6 ou 1 à 7 par rapport à la dette obligataire) étant mis en place essentiellement afin de répondre aux besoins de financements opérationnels de type capex, working cap et croissante externe. La caractéristique principale de cette structure est que le crédit revolving, tout en étant pari passu avec la dette obligataire, bénéficie au titre d'une convention de subordination (intercreditor agreement) d'une priorité sur les produits d'une éventuelle réalisation des sûretés. D'où son appellation super senior. En cas de réalisation des sûretés, les prêteurs au titre du crédit revolving seront désintéressés intégralement avant que les porteurs d'obligations ne puissent bénéficier du produit de la réalisation. Le second élément important de ce type de structure réside dans le fait que le crédit revolving adopte très largement, dans une sorte d'incorporation par référence, les covenants du high yield, de sorte que la flexibilité résultant d'un endettement essentiellement obligataire est préservée. Cette structure, relativement complexe en terme documentaire, présente des avantages importants pour les émetteurs en ce qu'elle permet une structure d'endettement à la fois juridiquement flexible en s'appuyant sur des covenants de type high yield, et opérationnellement efficiente en s'appuyant sur un crédit revolving sur-mesure. ■ Propos recueillis par Florent Le Quintrec